

业绩低于预期

公司今日发布 2008 年业绩快报，每股收益 1.337 元，低于预期。

研究结论

- 根据快报数据，2008 年实现主营业务收入 1071 亿元，同比增长 30.5%；营业利润 375 亿元，同比增长 21.1%；归属于本公司股东的净利润为 266 亿元，同比增长 29.7%。基本每股收益 1.337 元，低于我们的预期。其中下半年每股收益 0.627 元，低于上半年的 0.71 元。
- 公司业绩低于预期的主要原因是成本费用上涨超出预期。根据快报营业收入和营业利润数据推算，2008 年营业成本为 696.3 亿元，同比增加 185 亿元，增长 36.2%，成本费用增长高于收入增长，导致营业利润率同比下降 2.73 个百分点至 35%。
- 从环比数据看，上下半年煤炭销量分别为 1.15 亿吨和 1.18 亿吨，相差不多。下半年营业收入为 578.5 亿元，较上半年增加 85.7 亿元，增长 17%，主要原因在于下半年煤炭出口价格高于上半年以及电力销售价格的提升。成本方面，下半年营业成本 400.76 亿元，环比增加 105 亿元，增长 36%，下半年成本费用大幅增长是业绩低于预期的主要原因。由于公司未披露详细数据，对于成本增加的原因，有待与公司沟通进一步确认。
- 公司 2009 年煤炭产量预计较 2008 年增长 2000 万吨左右，主要来自哈尔乌素矿产能的释放，将有利于提升公司业绩。但电力业务经营情况不容乐观，2009 年 1 月份发电量和销售电量分别为 63.1 亿千瓦和 56.9 亿千瓦，同比分别下降 29.9% 和 32.4%，发电量大幅下滑将不利于公司业绩的提升。
- 尽管 2009 年煤炭合同价格目前仍未签定，但近期国内和国际现货价格走弱明显不利于煤炭方面，但我们还是维持 2009 年合同价格与 2008 年基本持平的观点。2009 年国际煤炭长协价格预计在 70-80 美元/吨左右，较 2008 年的 131 美元/吨大幅降低，将降低公司煤炭出口业务的盈利能力。综合看，公司 2009 年煤炭综合销售价格将会低于 2008 年 8% 左右。
- 煤炭综合销售价格的下降以及发电量下滑将拖累公司 2009 年业绩，我们将公司 2008-2010 年预测每股收益分别调整为 1.34 元、1.18 元、1.31 元。
- 以 3 月 3 日收盘价计算，公司 2009 年动态市盈率为 15.7 倍，高于行业平均水平，但考虑到公司的行业龙头地位以及资源扩张能力，我们给予“增持”评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王帅

煤炭行业首席分析师

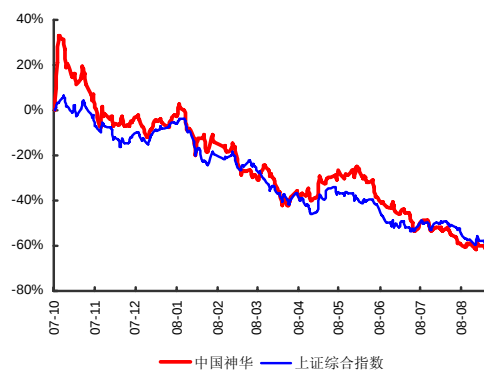
8621-63325888 × 6068

wangshuai@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (下调)

股价 (09 年 3 月 3 日)	18.45 元
目标价格 (12 个月)	19.47 元
总股本/A 股 (万股)	1988962/180000
A 股市值 (亿元)	332 亿元
国家/地区	中国
行业	煤炭
报告日期	2009 年 3 月 4 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	5	-28	-70
相对表现 (%)	-9	-9	-7

资料来源: WIND

财务预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入 (百万)	82107	107131	106188	117074
营业利润 (百万)	29959	38611	35286	39699
净利润 (百万)	23148	30418	26901	29905
每股收益 (元)	0.99	1.34	1.18	1.31
净资产收益率	15.4%	17.6%	13.4%	12.9%
市盈率(X)	18.57	13.80	15.68	14.13

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

表 1：公司历年煤炭产量 万吨

	2004	2005	2006	1H2007	2007	1H2008
神东矿区	8070	9490	10550	5520	11060	5810
补连塔矿	1100	1650	2000	820	1840	1040
大柳塔矿	1990	1996	1810	910	1870	920
榆家梁矿	1410	1550	1610	890	1650	830
上湾矿	1250	1150	1210	600	1210	640
哈拉沟矿	250	1230	1210	600	1210	580
康家滩矿	730	800	1030	610	1160	600
石圪台				440	870	470
乌兰木伦				330	500	250
锦界能源				130	370	350
其它				190	380	130
准格尔矿区	1420	1980	2350	1320		1240
黑岱沟矿(露天矿)	1420	1980	2350	1320	2520	1220
万利矿区	540	500	480	590	1600	1440
胜利矿区	110	160	280	230	620	510
合计	10130	12140	13660	7660	15800	9000

数据来源：东方证券研究所

表 2：公司历年煤炭销售结构以及销售价格

		2004	2005	2006	1H2007	2007	1H2008
总销量	百万吨	126.9	144.4	171.1	97.8	209.1	115.1
国内销售数量	百万吨	100.3	121.1	147.2	85.6	185.1	438.3
销往自有电厂数量	百万吨	15.2	16.4	22.4	14.2	30.6	19.7
销往自有电厂价格	元/吨	197.9	253.3	301.5	321.1	316	333.8
国内其它用户销量	百万吨	85.1	104.7	124.8	71.4	178.5	84.8
国内其它用户价格	元/吨	234.5	289.5	295.2	314.7	299	340.7
出口销量	百万吨	26.6	23.3	23.9	12.2	24	10.6
出口价格	元/吨	305	413.7	381.6	374.6	398.1	492.6

数据来源：东方证券研究所

表 3：公司煤炭销量以及销售价格 百万吨；元/吨

	2006		1H2007		2007		1Q2008		1H2008	
	销量	价格	销量	价格	销量	价格	销量	价格	销量	价格
国内销量/加权平均价格	147.2	296.1	85.6	307.3	185.1	301.8	52.1	334.9	104.5	339.4
长约合同量/加权价格	119.3	296	70.1	314.5	147.5	311.2	40.8	354.2	87.8	328.2
坑口	2	131.9							8	98.2
直达铁路	36.9	220.4	24.7	237.7	55.1	228.9	14.8	254.7	29.5	251.3
下水港口 FoB	80.4	334.8	45.4	356.6	92.4	360.2	26	410.8	50.3	410.2
现货量/加权价格	27.9	296.8	15.5	274.6	37.6	265.2	11.3	265.2	1670	398.4
坑口	5.5	110	4.5	95.8	13	101.5	5.3	102.8	2.5	168.5
直达铁路	9	285.7	4.5	284.5	10.7	289.2	2.7	329.5	6.6	347.3
下水港口 FoB	13.4	380.8	6.5	392.1	13.9	399.3	3.3	471.4	7.6	518.7
出口量/价格	23.9	381.6	12.2	374.6	24	398.1	4.6	461	10.6	492.6
销量合计/加权均价	171.1	308.1	97.8	315.6	209.1	312.9	56.7	345.1	115.1	353.5

数据来源：东方证券研究所

表 4：公司下属电厂上网电价 元/兆瓦时

运营电厂销售电价	2004	2005	2006	1H2007	2007	1H2008
北京热电	334	357	377	382	375	382
盘山电力	298	325	337	341	340	339
三河电力	275	297	307	307	299	301
台山电力	340	359	371	381	382	381
绥中电力	264	273	297	303	302	299
国华准格尔	186	202	205	207	217	223
准格尔电力	162	170	170	174	176	206
神木电力	217	223	244	246	247	258
宁海电力		309	347	369	363	358
黄骅电力			299	298	295	286
锦界能源			211	222	216	211
神东煤炭			220	218	216	214
神东电力			182	246	199	239
加权平均	274	294	312	321	321	305

数据来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	72127	80183	92569	104969	营业收入	82107	107131	106188	117074
现金	53436	58912	69627	79589	营业成本	40716	55563	57100	62400
应收账款	5886	6607	7043	7799	营业税金及附加	1832	2357	2336	2576
其它应收款	2569	1775	2030	2602	营业费用	522	696	690	761
预付账款	2682	3323	3916	4040	管理费用	6624	7499	7433	8195
存货	6337	8626	8860	9707	财务费用	2666	2804	3643	3743
其他	1217	940	1093	1231	资产减值损失	709	400	600	600
非流动资产	166694	196934	220879	243914	公允价值变动收益	283	100	100	100
长期投资	3811	3851	3777	3813	投资净收益	638	700	800	800
固定资产	116370	134575	153511	172873	营业利润	29959	38611	35286	39699
无形资产	21310	22710	23110	23510	营业外收入	209	150	150	150
其他	25203	35798	40481	43718	营业外支出	539	500	500	500
资产总计	238821	277117	313448	348884	利润总额	29629	38261	34936	39349
流动负债	33371	33942	34926	35063	所得税	6481	7844	8035	9444
短期借款	4903	6636	6931	6157	净利润	23148	30418	26901	29905
应付账款	8905	13341	13982	14637	少数股东损益	3382	3826	3494	3935
其他	19563	13965	14013	14269	归属母公司净利润	19766	26592	23407	25970
非流动负债	56634	67422	75769	81062	EBITDA	41660	47275	45734	51283
长期借款	49718	59718	67718	72718	EPS (元)	0.99	1.34	1.18	1.31
其他	6916	7704	8051	8344	主要财务比率				
负债合计	90005	101364	110694	116124	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	20566	24392	27886	31821	成长能力				
股本	19890	19890	19890	19890	营业收入	26.0%	30.5%	-0.9%	10.3%
资本公积	87701	87701	87701	87701	营业利润	21.0%	28.9%	-8.6%	12.5%
留存收益	20659	43670	67077	93048	归属于母公司净利润	18.9%	34.5%	-12.0%	11.0%
归属母公司股东权益	128250	151361	174868	200939	获利能力				
负债和股东权益	238821	277117	313448	348884	毛利率	50.4%	48.1%	46.2%	46.7%
					净利率	24.1%	24.8%	22.0%	22.2%
					ROE	15.4%	17.6%	13.4%	12.9%
现金流量表	单位:百万元				偿债能力				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	资产负债率	37.7%	36.6%	35.3%	33.3%
净利润	23148	30418	26901	29905	净负债比率	66.57%	66.15%	68.16%	68.61%
折旧摊销	9035	5859	6805	7841	流动比率	2.16	2.36	2.65	2.99
财务费用	2666	2804	3643	3743	速动比率	1.96	2.09	2.38	2.70
投资损失	-638	-700	-800	-800	营运能力				
营运资金变动	-4745	3694	-414	-1175	总资产周转率	0.41	0.42	0.36	0.35
其它	469	1117	241	290	应收账款周转率	16	17	15	16
投资活动现金流	-30742	-36420	-30228	-30336	应付账款周转率	4.69	5.00	4.18	4.36
资本支出	28073	35000	30000	30000	每股指标 (元)				
长期投资	-570	37	-72	36	每股收益(最新摊薄)	0.99	1.34	1.18	1.31
其他	-3239	-1383	-300	-300	每股经营现金流(最新摊薄)	1.51	2.17	1.83	2.00
筹资活动现金流	38453	-1296	4567	493	每股净资产(最新摊薄)	6.45	7.61	8.79	10.10
短期借款	-4352	1733	295	-775	估值比率				
长期借款	8878	10000	8000	5000	P/E	18.57	13.80	15.68	14.13
普通股增加	1800	0	0	0	P/B	2.86	2.42	2.10	1.83
资本公积增加	63929	0	0	0	EV/EBITDA	9	8	9	8
其他	-31802	-13029	-3728	-3732					
现金净增加额	37646	5476	10715	9961					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

王帅：煤炭行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn